

2020年04月21日

立讯精密 (002475.SZ)

动态分析

电子元器件 | 其他元器件 III

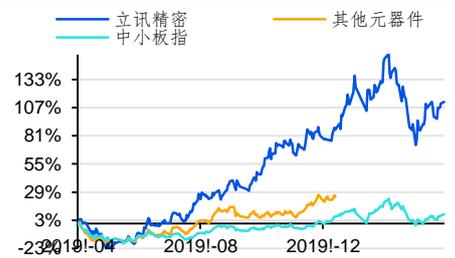
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2020-04-20) **42.39 元**

交易数据

总市值(百万元)	227,711.11
流通市值(百万元)	227,660.28
总股本(百万股)	5,371.81
流通股本(百万股)	5,370.61
12个月价格区间	19.05/51.63 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.16	1.18	101.92
绝对收益	10.91	-2.78	108.36

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

郑超君
 zhengchaojun@huajinsec.cn
 021-20377169

相关报告

立讯精密: 三季度延续高增速, 扩建产能期待未来拓展 2019-10-22

立讯精密: 消费通信汽车订单落地, 驱动业绩大幅成长 2019-08-21

立讯精密: 产业布局效果显著, 业绩快速成长 2019-04-16

立讯精密: 精密制造龙头扬帆起航 2019-01-15

立讯精密: 消费主业多项新品跟进, 汽车、通讯发展值得期待 2018-08-27

全年业绩延续高增长, 各项业务驱动力可期

投资要点

◆ **事件:** 公司发布 2019 年年度报告, 全年实现营业收入 625.2 亿元, 同比增长 74.4%, 毛利率 19.9%, 同比下降 1.1 个百分点, 归属母公司净利润为 47.1 亿元, 同比增长 73.1%, 每股净利润 0.88 元, 同比增长 72.5%。第四季度公司实现营业收入为 246.8 亿元, 同比增长 79.9%, 归属上市公司股东净利润同比增长 71.4% 为 18.3 亿元。2019 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 1.2 元 (含税), 不送红股, 以资本公积金每 10 股转增 3 股。

◆ **各项业务驱动力强劲营收高增长, 结构调整毛利率小幅下滑:** 2019 年全年销售收入增长 74.4% 为 625.2 亿元, 分产品来看, 消费电子核心客户 AirPods 产品出货量大幅增加, iPhone 零组件天线、马达、声学、无线充电等持续上量, 全年消费电子类营收同比增长 94.0%, 贡献主要收入, 通讯和汽车电子业务实现新的突破, 营收分别增长 4.0% 和 36.7%。公司全年毛利率同比下滑 1.1 个百分点为 19.9%, 由于 2019 年各项业务实现新的突破, 产品品类结构调整, 使得综合毛利率小幅变动。

◆ **净利润增速逐年提升, 期间费用率稳步下降:** 2019 年公司归母净利润增长 73.1% 为 47.1 亿元, 净利润增速逐年提升, 主要系公司各项业务顺利开拓带来盈利能力的同步提升。由于营收规模效应, 期间费用率稳步下降, 2019 年三费率同比下降 0.6 个百分点, 实现成本有效管控, 在毛利率下滑的前提下营业利润率和净利润率保持稳健。而从金额来看, 期间费用随着业务扩张同比增加, 其中 2019 年研发费用同比增长 74.0%, 是公司顺应趋势开拓新产品的重要投入。

◆ **20Q1 奠定全年增长基调, 各品类持续提供业绩驱动:** 公司披露 2020 年第一季度业绩预告, 归属于上市公司股东的净利润为 9.5 亿元~9.9 亿元, 同比增长 55%~60%。20Q1 公司在疫情冲击下仍保持了较快增长, 主要来自于 AirPods 持续增长的需求和通讯类业务超预期增长。全年来看, 消费电子业务仍是重要部分, 北美大客户 AirPods、iPhone、SIP 模组都有望实现高增长, 同时今年预期进入 iWatch 组装; 通讯类业务受益于 5G 建设将延续 20Q1 的增长态势; 汽车电子领域通过内生外延奠定了良好的成长基础, 未来 2-3 年将持续高增速。因此, 我们认为 2020 年公司将继续增长态势, 长期来看丰富业务品类为业绩增长提供多重驱动力。

◆ **投资建议:** 我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.18、1.41 和 1.52 元。净资产收益率分别为 24.3%、22.4% 和 19.3%, 维持买入-A 建议。

◆ **风险提示:** 主要客户可穿戴设备出货量不及预期; 5G 通信建设进程不及预期; 汽车电子产品推进不及预期; 市场竞争带来毛利率下滑。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	35,850	62,516	74,688	82,061	85,235
YoY(%)	57.1	74.4	19.5	9.9	3.9
净利润(百万元)	2,723	4,714	6,353	7,571	8,145
YoY(%)	61.0	73.1	34.8	19.2	7.6
毛利率(%)	21.0	19.9	20.3	20.4	20.4
EPS(摊薄/元)	0.51	0.88	1.18	1.41	1.52
ROE(%)	17.6	23.2	24.3	22.4	19.3
P/E(倍)	83.6	48.3	35.8	30.1	28.0
P/B(倍)	14.7	11.2	8.7	6.7	5.4
净利率(%)	7.6	7.5	8.5	9.2	9.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 全年业绩创近三年新高, 各项业务增长动力强劲	4
(二) 2019 年四季度延续高增长	6
(三) 未来发展战略及经营计划: 顺应趋势丰富品类实现可持续	6
(四) 2020 年第一季度业绩预告: 持续快速增长	7
二、盈利预测及投资建议	8
三、风险提示	9

图表目录

图 1: 过往 3 年营业收入及增长率	4
图 2: 过往 3 年净利润及增长率	4
图 3: 过往 3 年主要盈利能力比率	4
图 4: 过往 3 年主要费用率变动	4
图 5: 过往 3 年运营效率	5
图 6: 过往 3 年主要回报率	5
图 7: 过往 3 年负债率	5
图 8: 过往 3 年短期偿债能力	5
图 7: 过往 3 年经营活动净现金与净利润	5
图 8: 过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额	5
图 9: 过往 12 个季度营业收入及增长率	6
图 10: 过往 12 个季度净利润及增长率	6
图 11: 过往 12 个季度盈利能力	6
图 12: 过往 12 个季度主要费用率	6
表 1: 收入及毛利率的业务分布	8

一、财务数据分析

公司 2019 年销售收入同比增长 74.4% 为 625.2 亿元，毛利率水平同比下降 1.1 个百分点为 19.9%，归属母公司净利润同比增长 73.1% 为 47.1 亿元，每股净利润同比增长 72.5% 为 0.88 元。公司 2019 年面对行业市场的众多挑战和贸易摩擦的阴晴不定，保持各项业务的顺利进展，其中消费电子核心客户 AirPods 产品出货大幅增加、智能手机零组件品类份额提升、通讯和汽车业务高速增长为公司业绩增长贡献了动力。

（一）全年业绩创近三年新高，各项业务增长动力强劲

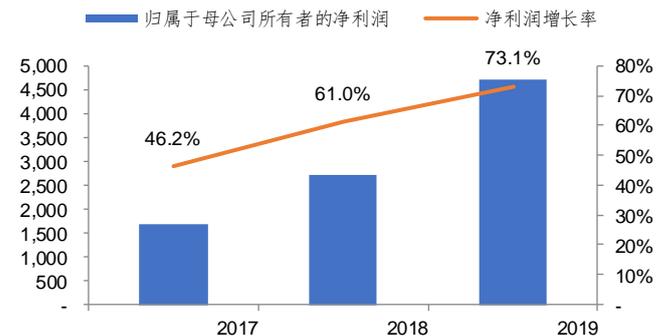
公司 2019 年全年销售收入 625.2 亿元，同比增长 74.4%。2019 年核心客户 AirPods 产品出货大幅增加，手机零组件增加部分品类份额，通信和汽车业务实现突破为公司业绩成长提供了强大动力。2019 年公司归属上市公司股东净利润为 47.1 亿元，同比增长 73.1%，每股净利润 0.88 元，同比增长 72.5%，收入规模增长的同时盈利能力不断提升。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

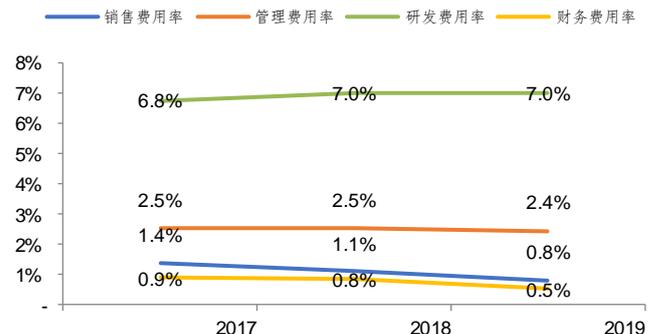
公司 2019 年全年毛利率同比下降 1.1 个百分点为 19.9%，营业利润率同比持平为 9.2%，净利润率同比下降 0.1 个百分点为 7.5%，产品结构变化是综合毛利率下滑的主要原因。费用方面，销售费用、管理费用和财务费用率分别同比下降 0.3、0.1 和 0.3 个百分点为 0.8%、2.4% 和 0.5%，研发费用率保持稳定。由于公司营收规模扩大，费用率总体下降，但从金额来看随着业绩增加有所增加，其中研发费用投入同比增加 74.0%。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

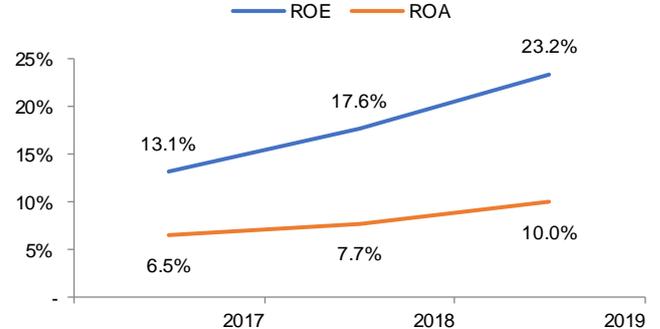
2019年公司应收账款周转天数、应付账款周转天数和存货周转天数分别同比减少22、5和8天为71、99和45天，运营效率保持稳定。公司2019年的ROE和ROA分别同比提升5.6和2.3个百分点分别为23.2%和10.0%，盈利能力显著提升。

图 5：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind，华金证券研究所

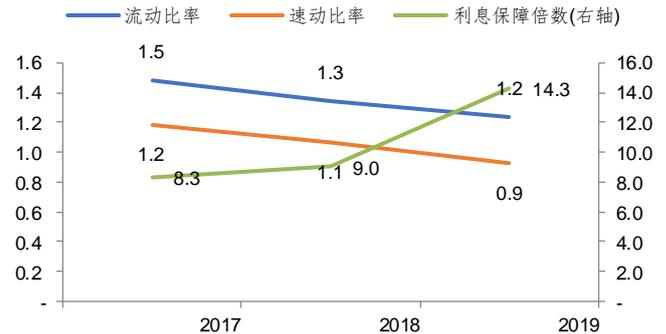
2019年公司的资产负债率、负债权益比率和净负债权益比率分别同比上升1.8、8.5和18.3个百分点为56.0%、127.0%和70.6%，随着公司业务品类的扩张，负债率有所增加。

图 7：过往 3 年负债率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：过往 3 年短期偿债能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

短期偿债能力方面，2019年流动比率、速动比率分别减少0.1和0.2为1.2和0.9，利息保障倍数增加5.3为14.3，短期偿债能力保持稳定。

图 9：过往 3 年经营活动净现金与净利润



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额



资料来源：Wind，华金证券研究所

从现金流情况看，公司2019年经营性现金流净额大幅增加137.6%，现金流健康状况大幅改善，主要系公司业务增长。

（二）2019 年四季度延续高增长

2019 年第四季度公司实现营业收入同比增长 79.9% 为 246.8 亿元，归属上市公司股东净利润同比增长 71.4% 为 18.3 亿元。2019 年四季度，AirPods Pro 产品出货量超预期，公司作为核心供应商受益，营收和利润延续高增长。

图 11：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

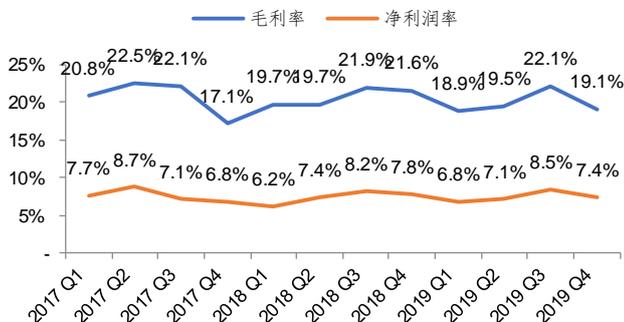
图 12：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

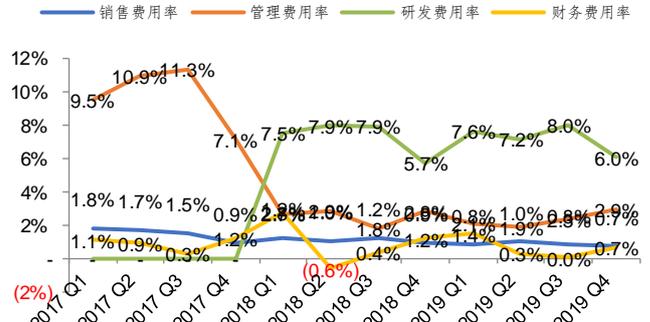
2019 年第四季度，公司毛利率、营业利润率和净利润率分别同比下滑 2.5、1.1 和 0.4 个百分点为 19.1%、8.5% 和 7.4%。费用率方面，三费占营收比重同比下降 0.2 个百分点，公司实现业务扩张的同时有效控制运营成本，提升经营效率。

图 13：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）未来发展战略及经营计划：顺应趋势丰富品类实现可持续

公司已从单一的消费电子市场连接产品厂商发展到综合覆盖连接线、连接器、声学、天线、无线充电及震动马达等多元化零组件、模组与配件类产品的科技型制造企业。未来将持续以消费电子所累积的强大产品研发和技术储备能量，不断顺应市场发展趋势进行前瞻性战略部署与规划，丰富公司产品品类、增强自身抵御单一产品与业务的风险能力，以实现公司可持续发展。

产品业务：1) 消费电子仍将占据重要位置，随着 5G、AI 技术发展和市场对可穿戴、智能家居的成长需求，未来消费电子业务将保持乐观增长；2) 走向 5G 之后的通信产品将向小型化、集成与整合化发展，汽车向智能驾驶、车联网、电动车与共享出行四个方向推进，公司将通过在消费电子领域积累的深厚沉淀进行跨界应用，实现通信与汽车业务健康发展。

资金计划：新市场开拓和新项目投产存在资金需求。后期将持续通过专案管控方式严格控制资本支出；在应收账款和库存管理等环节持续进行深度优化。

（四）2020 年第一季度业绩预告：持续快速增长

公司披露 2020 年第一季度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润为 9.5 亿元~9.9 亿元，同比增长 55%~60%。2020 年一季度，面对复杂、严峻的外部环境冲击，疫情防控及其他突发费用成本攀升，公司有效降低了外部因素所带来的不利影响，业绩继续实现快速增长。

二、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.18、1.41 和 1.52 元。净资产收益率分别为 24.3%、22.4% 和 19.3%，维持买入-A 建议。

盈利预测主要基于如下假设：

业务收入方面，消费电子类业务增长仍来自于核心客户手机产品不同零组件品类上量和耳机产品出货量持续提升，同时由于 AirPods Pro 需求强劲提升 ASP，其中 2020 年的增速延续 2019 年，往后逐渐趋于稳定。

通讯类产品和汽车电子领域由于 5G 建设和电动汽车的趋势，收入规模保持较快增长。

毛利率方面，各业务板块保持平稳，其中通讯类产品完成产能爬坡毛利率将有所提升，综合毛利率保持相对稳定。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	35,850.0	62,516.3	74,687.6	82,060.6	85,234.6
YoY	57.1%	74.4%	19.5%	9.9%	3.9%
电脑互联	3,732.9	4,113.2	4,068.4	3,708.9	3,438.1
汽车互联	1,727.9	2,361.4	2,884.5	3,560.8	4,221.6
通讯互联	2,151.6	2,237.1	3,058.6	3,952.2	4,696.6
消费电子	26,806.7	51,990.4	62,682.1	68,575.8	70,389.1
其他连接器及业务	1,430.8	1,814.1	1,993.9	2,262.9	2,489.2
毛利率	21.0%	19.9%	20.3%	20.4%	20.4%
电脑互联	21.5%	21.2%	21.0%	20.5%	20.5%
汽车互联	16.7%	16.5%	17.7%	17.8%	17.9%
通讯互联	20.8%	17.3%	17.0%	19.4%	19.5%
消费电子	21.2%	20.0%	20.5%	20.5%	20.5%
其他连接器及业务	22.7%	22.3%	22.4%	22.5%	22.4%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司将继续进行产品研发的投入，但随着业务规模扩张，规模效应带来的费用率将会稳步下降。公司在未来资本开支规模预计较之前增加，主要是出于通过内生外延方式不断丰富产品品类的需求。

三、风险提示

主要客户可穿戴设备出货量不及预期；

5G 通信建设进程不及预期；

汽车电子产品推进不及预期；

市场竞争带来毛利率下滑。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	23078	30751	36561	42149	47766	营业收入	35850	62516	74688	82061	85235
现金	3820	6180	7185	14405	16331	营业成本	28304	50068	59506	65332	67870
应收票据及应收账款	11216	13310	17851	16266	19142	营业税金及附加	163	303	364	390	411
预付账款	93	212	270	206	281	营业费用	388	498	811	811	816
存货	4735	7701	8975	8793	9310	管理费用	900	1525	1860	2035	2105
其他流动资产	3215	3347	2280	2480	2702	研发费用	2515	4376	4747	4832	4956
非流动资产	13363	18627	18479	18575	18655	财务费用	302	330	313	139	-83
长期投资	329	303	303	303	303	资产减值损失	87	121	109	96	122
固定资产	9457	13707	13687	14047	14124	公允价值变动收益	-32	1	7	-8	0
无形资产	614	1048	1208	1262	1313	投资净收益	123	173	160	152	161
其他非流动资产	2963	3569	3281	2963	2915	营业利润	3294	5745	7443	8870	9560
资产总计	36441	49378	55040	60724	66421	营业外收入	24	18	19	21	19
流动负债	17179	24860	24921	22763	20159	营业外支出	36	128	64	76	89
短期借款	5664	4166	5819	0	0	利润总额	3282	5635	7398	8814	9490
应付票据及应付账款	10238	17475	16672	20634	17788	所得税	469	708	925	1102	1186
其他流动负债	1277	3219	2431	2129	2370	税后利润	2813	4927	6473	7713	8304
非流动负债	2588	2768	2509	2643	2640	少数股东损益	91	214	121	142	159
长期借款	1499	1563	1563	1563	1563	归属母公司净利润	2723	4714	6353	7571	8145
其他非流动负债	1089	1206	946	1080	1077	EBITDA	4747	7736	9226	10392	10981
负债合计	19767	27628	27430	25406	22799						
少数股东权益	1177	1453	1453	1453	1453	主要财务比率					
股本	4115	5349	5372	5372	5372	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	3595	2655	2655	2655	2655	成长能力					
留存收益	7625	12127	17959	25671	33975	营业收入(%)	57.1	74.4	19.5	9.9	3.9
归属母公司股东权益	15498	20297	26157	33865	42170	营业利润(%)	60.5	74.4	29.6	19.2	7.8
负债和股东权益	36441	49378	55040	60724	66421	归属于母公司净利润(%)	61.0	73.1	34.8	19.2	7.6
						获利能力					
						毛利率(%)	21.0	19.9	20.3	20.4	20.4
						净利率(%)	7.6	7.5	8.5	9.2	9.6
						ROE(%)	17.6	23.2	24.3	22.4	19.3
						ROIC(%)	16.4	29.6	26.1	38.3	31.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	54.2	56.0	49.8	41.8	34.3
						流动比率	1.3	1.2	1.5	1.9	2.4
						速动比率	1.1	0.9	1.1	1.5	1.9
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	1.5	1.4	1.4	1.3
						应收账款周转率	3.9	3.9	5.1	4.9	4.9
						应付账款周转率	3.6	3.5	3.7	3.6	3.6
						估值比率					
						P/E	83.6	48.3	35.8	30.1	28.0
						P/B	14.7	11.2	8.7	6.7	5.4
						EV/EBITDA	12.9	24.9	24.7	20.6	19.3

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn